

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

- **Европейская статистика** – день неоправданных ожиданий...
- Цены **UST** – в ожидании январской статистики по инфляции
- Российские **евробонды** покупались
- **Внешний фон** пока сулит спокойствие на Emerging Markets
- **МТС** (Ba2/BB/BV+) получила согласие кредиторов на изменение ковенантов по длинному евробонду; значительной реакции в бумагах не ждем ([стр. 2-3](#))

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК

- **Ставки** игнорируют вызванный налогами **отток ликвидности**
- Фундаментальные факторы и приближение очередных налогов – в пользу **укрепления рубля** в среднесрочной перспективе
- Обнародованные Минфином ориентиры доходности по **аукциону ОФЗ 25077** обусловили продажи в госдолге соответствующей дюрации
- **Продажи** в среднем/длинном конце кривой ОФЗ на объявлении параметров аукциона ОФЗ 25077
- **ММК** планирует выпустить RUB50 млрд. бондов; негативной реакции торгуемых выпусков не ждем
- **Русал** открывает книгу заявок
- **Уралкалий** 21 февраля начнет размещение рублевых облигаций внушительного объема; ожидаем лишь небольшой премии к кривой ЕвроХима ([стр. 4-5](#))

МАКРОЭКОНОМИКА

- **Промпроизводство** в январе: вторая волна посткризисного восстановления ([стр. 6-7](#))

ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

- **S&P:** глобально горнодобывающий сектор обошел в восстановлении металлургический, однако российские метхолдинги выиграют от вертикальной интеграции ([стр. 8](#))
- **Газпром нефть** завершила консолидацию Sibir Energy, заплатив московскому правительству USD740 млн. за оставшиеся 22.5% акций; угроз кредитному качеству нет, ждем действий рейтинговых агентств

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

- Спред **Novatek 21** к **Lukoil 20** сократился с момента размещения с 60 бп до 40 бп, однако мы видим потенциал снижения еще на 10 бп
- На основании спредов к свопам в металлургическом секторе интереснее всего смотрится новый **ТМК 18**, который может сократить спред к **Evrast 18** на 30-40 бп

СЕГОДНЯ

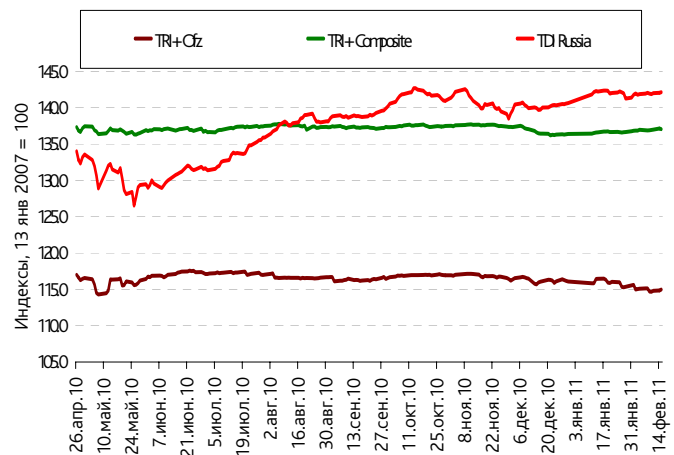
- Статистика США: новое строительство, индекс цен производителей (PPI), промпроизводство, протокол заседания ФРС
- Размещение: **ОФЗ 25077**
- Погашение: **Номос-банк 8, РСХБ-2**

КЛЮЧЕВЫЕ ИНДИКАТОРЫ

	Value	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
EMBI+Rus spread	↑ 179.00	1.00	-12.00	-20.00
EMBI+ spread	↑ 268.82	3.73	34.33	27.69
Russia 30 Price	↑ 114.64	+0	-1 3/8	-1
Russia 30 Spread	↑ 132.10	+1.20	-5.90	-16.40
Russia 5Y CDS	↑ 146.89	+0.06	+5.19	+0.39
UST 10y Yield	↓ 3.623	-0.02	+0.26	+0.29
BUND 10y Yield	↓ 3.281	-0.01	+0.17	+0.36
UST 10y/2y Yield	↓ 278.4	-0	+1	+5
Mexico 33 Spread	↓ 225	-2	-3	-6
Brazil 40 Spread	↑ 57	+3	+136	+108
Turkey 34 Spread	↑ 289	+4	+21	+32
ОФЗ 26199	↓ 5.88	-0.00	-0.07	-0.36
Москва 50	↓ 5.62	-0.01	-0.27	-0.26
Мособласть 8	↓ 7.78	-0.00	-0.21	-0.74
Газпром 4	↔ 7.90	-	0.00	0.00
МТС 3	↓ 7.47	-0.00	-0.14	+0.01
Руб / \$	↓ 29.285	-0.035	-0.768	-1.066
\$ / EUR	↑ 1.349	+0.001	+0.011	+0.014
Руб / EUR	↓ 39.470	-0.296	-0.498	-1.017
NDF 1 год	↓ 4.560	-0.290	-0.140	-0.140
RUR Overnight	↑ 2.50	+0.3	+0.5	
Корсчета	↑ 482	+88.30	-160.60	-406.30
Депозиты в ЦБ	↓ 1010.6	-121.30	-18.20	+441.00
Сальдо опер. ЦБ	↑ 342.50	+11.20	-221.00	+406.30
RTS Index	↓ 1863.79	-0.96%	-1.99%	+5.15%
Dow Jones Index	↓ 12226.64	-0.34%	+3.28%	+4.76%
Nasdaq	↓ 2804.35	-0.46%	+1.39%	+4.19%
Золото	↑ 1373.40	+0.65%	+0.02%	-2.93%
Нефть Urals	↓ 98.35	-0.79%	+3.57%	+6.67%

TRUST Bond Indices

	TR	Δ Day	Δ Month	Δ YTD
TRIP High Grade	↑ 248.42	0.13	2.12	2.85
TRIP Composite	↓ 235.25	-0.11	0.60	1.06
TRIP OFZ	↑ 182.65	0.21	-2.15	-1.36
TDI Russia	↑ 222.75	0.16	-0.34	0.50
TDI Ukraine	↓ 222.38	-0.19	-1.68	0.08
TDI Kazakhs	↑ 183.80	0.22	0.92	1.93
TDI Banks	↑ 222.28	0.26	1.04	1.50
TDI Corp	↑ 235.65	0.15	-0.58	0.95

TRUST Dollar and Ruble Bond Indices




ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ И ВАЛЮТНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Европейская статистика – день неоправданных ожиданий...

Вторник для значительной части экономик еврозоны стал днем обнародования предварительных оценок ВВП за 4 квартал. Собственно, отмеченный нами уже вчера факт выхода действительных значений ВВП Германии и Франции ниже консенсус-прогнозов обусловил и фактический уровень совокупного ВВП еврозоны ниже консенсус-прогноза (+0.3% квартала к кварталу / +2.0% год к году при ожиданиях +0.4% / +2.1%).

Из периферийных экономик об итогах 4 квартала одновременно с публикацией общеевропейского ВВП отчиталась и Греция – в последний квартал 2010 г. страновой ВВП сократился на 1.4% квартал к кварталу, а итог 3 квартала был пересмотрен в сторону ухудшения (с -1.3% до -1.7% к предыдущему кварталу).

Собственно, ситуация сокращения ВВП периферийных экономик в условиях высокой безработицы и, соответственно, слабости потребительского спроса, на наш взгляд, будет перманентно оставаться оборотной стороной проводимой национальными монетарными властями политики сокращения уровней госдолга и бюджетных дефицитов. В наименьшей степени это касается Италии как наиболее крепкой экономики из PIIGS. При этом в случае PIIGS надеяться на нивелирование данной ситуации за счет чистого экспорта как компоненты ВВП не приходится – у всех стран группы, за исключением Ирландии, доля чистого экспорта в структуре ВВП отрицательна. По итогам 1 полугодия 2010 г. она составляет -10.5% для Португалии, -5.5% для Испании, -1.3% для Италии.

Таким образом, вчерашний ВВП Греции и позавчерашний показатель Португалии – демонстрация «замкнутого круга» в части поддержки европейской периферии: поддержание экономического роста в них (и, соответственно – общеевропейского) будет приводить к дальнейшему расширению бюджетных дефицитов и госдолга, и, соответственно, борьба с ними будет тормозить общеевропейский рост ВВП всей еврозоны. В терминах португальской экономики данную ситуацию признал глава национального Центробанка, чье интервью сегодня опубликовал Reuters. В частности, он заявил, что реализуемые в стране меры экономии бюджетных средств (в частности, сокращение зарплат госслужащих на 5% и повышение налоговой нагрузки) вполне могут вернуть экономику в состояние рецессии по итогам 2011 г.

Впрочем, вышеописанная ситуация, похоже, уже в достаточной степени понятна рынку и не приводит к сиюминутным продажам в долгах всей группы PIIGS в связи с появлением какого-либо негативного события в одной из стран данной группы. В частности, вчера инвесторы предъявляли высокий спрос на аукционах по суверенному долгу Испании: эмитент в соответствии с собственными ориентирами по объемам разместил почти EUR5 млрд. однолетних бумаг с переспросом около 2.1x и EUR1.2 млрд. 1.5-летних, переспрос по которым составил 5.3x. При всей совокупности вышеотмеченных факторов страновые CDS по всей группе PIIGS начали снижение уже вчера и с утра сохраняют данный вектор движения.

Цены UST – в ожидании январской статистики по инфляции

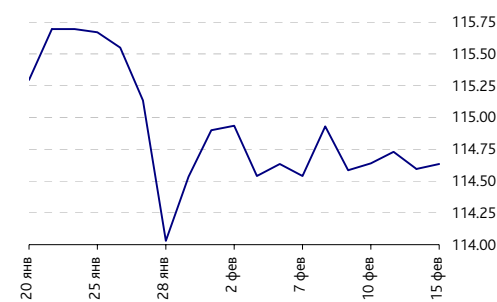
Пока **UST10** остается ниже 3.7% по доходности, вчерашние покупки в короткой **UST2** позволили ей протестировать уровень 0.89%, что является максимумом с конца 2010 г. Несмотря на статистику по январским розничным продажам ниже ожиданий, положительных новостей хватало: в частности, заявление главы Минфина США Т. Гайтнера о росте оптимизма у домохозяйств и производителей относительно будущей экономической ситуации, а также существенное увеличение февральского индекса деловой активности ФРБ Нью-Йорка (15.43 против 11.92 в январе) – собственно, последний фактор и способствовал продажам в **UST2** до вышеобозначенных уровней.

Центральной историей в динамике UST до конца недели, на наш взгляд, станет публикация январских данных по инфляции – цены производителей будут обнародованы сегодня в 16.30 МСК, а завтра появится потребительская инфляция. Впрочем, сегодня также увидит свет немаловажная статистика по новому строительству и промышленному производству, ну а венчает все это публикация протокола заседания ФРС 25-26 января (22.00 МСК).

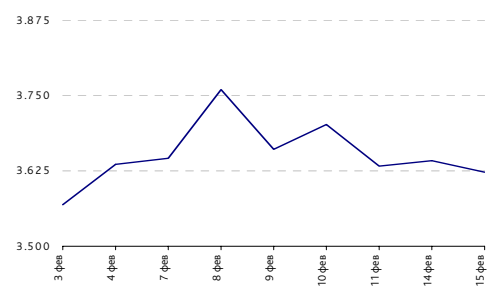
Российские евробонды покупались

В суверенном евродолге во вторник преобладали покупки – **Russia 30** закрылась на уровне 114.63% от номинала (+7 бп к закрытию понедельника) – покупки пришлось на период после открытия американской сессии и закрытия основных

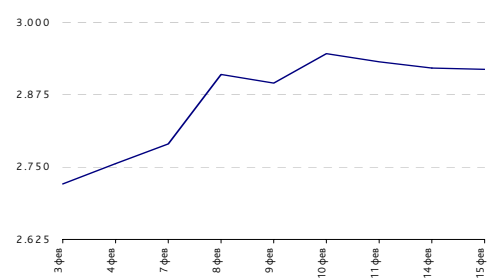
Russia 30 (Price)



US Treasuries 10 Year (YTM)



Brazil 40 (YTM)





торгов в России. Страновой 5-летний CDS в течение дня снизился на 1 бп до 146 бп. Спред **Russia 30 – UST10** расширился до 135 бп (со 132 бп на начало дня). В корпоративных бумагах заметные покупки присутствовали в выпусках Газпрома.

Внешний фон пока сулит спокойствие на Emerging Markets

Несмотря на отрицательное закрытие индексов акций в Штатах вчера, участники закладывают ожидания роста – на это указывает уровень котировок фьючерсов на фондовые индексы США выше закрытия спотового рынка. Собственно, на этом фоне имеет место положительная динамика торгов на азиатской сессии. Рост аппетита к риску в качестве индикатора валютного рынка иллюстрируют продажи во фьючерсах на USD Index (примерно 78.46 против 78.56 на закрытие основных торгов в России) и снижение цен в UST.

МТС (Ba2/BB/BV+) получила согласие кредиторов на изменение ковенантов по длинному евробонду; значительной реакции в бумагах не ждем

Согласно опубликованному вчера пресс-релизу МТС, компания получила от держателей еврооблигаций с погашением в 2020 г. согласие на изменение ковенантов, связанных с возникновением кросс-дефолта в случае проигрыша дела по киргизскому «Бителу».

Как мы и предполагали, кредиторы согласились на предложенные МТС условия: изменить ковенанты, связанные с делом Битела, взамен на премию в 25 бп в случае согласия до 9 февраля или 10 бп, если согласие будет получено МТС до 11 февраля. Компания обещает выплатить причитающиеся премии держателям евробонда **MTS 20** до 18 февраля.

Одобрение изменения ковенантов полностью снимает с МТС риск возникновения кросс-дефолта в случае неосуществления выплаты Nomihold суммы около USD200 млн. до 5 марта. Напомним, что теоретически вероятность технического дефолта по более короткому евробонду **MTS 12** все же сохраняется. МТС ранее предложила держателям этих бумаг выкупить их по привлекательной цене, однако затем из-за неопределенности с администрированием выплат, вызванной решением Лондонского суда, отозвала оферту.

На наш взгляд, МТС продолжит урегулирование проблем по короткому евробонду и в любом случае не допустит возникновения ситуации дефолта. Котировки еврооблигаций МТС слабо реагировали на новостной фон вокруг дела по Бителу, поэтому мы не ждем от них реакции и на последнюю новость.

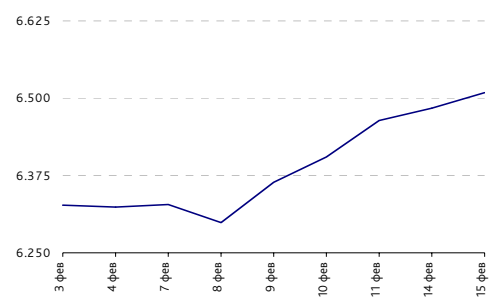
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru

☎ 647-23-64

Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru

☎ 647-25-89

Turkey 34 (YTM)





ВНУТРЕННИЙ РЫНОК И РУБЛЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Ставки игнорируют вызванный налогами отток ликвидности

Итогом завершения крупных отчислений по страховым взносам (RUB190-210 млрд., по нашим оценкам) на удивление стало вчера лишь небольшое сокращение [чистого запаса ликвидности](#) – на RUB17 млрд. до RUB1.99 трлн. Отток средств коснулся главным образом остатков на депозитах, которые «потеряли» RUB75 млрд., но были восполнены не менее существенным притоком денег на корсчета (+RUB58.3 млрд., до RUB540.3 млрд.) Вряд ли встречный приток средств, компенсировавший налоговые платежи, можно объяснить средствами с валютного рынка, где торговые обороты вчера упали до USD2.5 млрд. против USD3.6-4.0 млрд. в последние дни, скорее, его причиной стали бюджетные поступления.

Отметим, что связанный с налоговыми выплатами повышенный спрос на рублевую ликвидность замечен лишь в сегменте однодневных [межбанковских кредитов](#), где вчера стоимость средств днем достигала 2.8-3.0%, а вечером снизилась лишь до 2.5-2.75%, что на 0.25 п.п. выше доналоговых значений. Сектор однодневного междилерского РЕПО, который традиционно, является ключевым индикатором проблем с ликвидностью, в последнее время практически не реагирует на изъятия ликвидности, даже когда они достигают RUB100 млрд. Сбалансированность спроса и предложения в этом сегменте поддерживает стоимость средств [под залог ОФЗ](#) и облигаций [первого эшелона](#) на 4-месячном минимуме 3.24% уже третью неделю подряд.

Успешный исход вчерашнего аукциона по размещению всего заявленного Минфином объема RUB30 млрд. на депозиты банков на 9 месяцев создает предпосылки для спроса на сегодняшнем аукционе **ОФЗ 25077** анонсируемым объемом в RUB30 млрд., а возможно и более в случае высокого спроса. До конца недели подпортить сложившуюся комфортную ситуацию с ликвидностью и немного приподнять ставки денежного рынка (не более чем на 0.25-0.4 п.п.) способны лишь сопоставимые со страховыми взносами платежи по НДС (до 21 февраля). Однако значительного ущерба от предстоящих налоговых выплат для ликвидности ожидать не стоит в связи с не менее значительным встречным притоком средств с валютного рынка, от бюджетных расходов и конвертации финансирования сделки продажи 10% акций ВТБ.

Фундаментальные факторы и приближение очередных налогов – в пользу укрепления рубля в среднесрочной перспективе

Стоимость бивалютной корзины в течение всего вчерашнего дня подрастала, достигнув по окончании торгов RUB33.94 против RUB33.88 на открытие. Главной причиной ослабления рубля, на наш взгляд, стала низкая торговая активность. Фундаментальные факторы, среди которых ослабление оттока валюты по счету капитала и активизация продажи валюты экспортерами по мере приближения крупных платежей по НДС, НДСПИ и акцизам, при минимальных препятствиях со стороны ЦБ, по-прежнему в пользу рубля.

Обнародованные Минфином ориентиры доходности по аукциону ОФЗ 25077 обусловили продажи в госдолге соответствующей дюрации

Вчера примерно в 17.30 МСК Минфин озвучил ориентир доходности по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 25077** – диапазон 7.50-7.60%. Собственно, это вызвало снижение цен выпуска – если в течение дня диапазон доходности по сделкам в основном режиме составлял 7.48-7.52%, то после обнародования сообщения Минфина доходность по сделкам на вторичном рынке, подтянувшись к озвученному ориентиру, находилась на уровне 7.53-7.55%. На закрытие торгов доходность по котировкам bid/offer в стакане составляла 7.56%/7.53%.

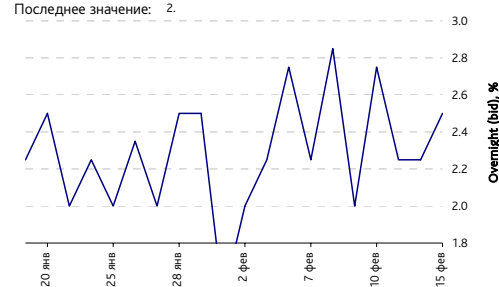
Аналогичная тенденция к снижению цен проявилась и в более длинном по дюрации к **ОФЗ 25077** (4.21 года) выпуске – менее ликвидном **ОФЗ 26203** (4.64 года), где доходность сделок во время появления сообщения выросла до 7.51% (+4 бп к уровню до объявления ориентиров).

В более коротком выпуске **ОФЗ 25075** (дюрация – 3.86 года) последние сделки в основном режиме шли по 98.7% от номинала, что на 4 бп ниже уровня до появления ориентиров.

Собственно, комфортная ситуация с ликвидностью (в том числе фактор аукциона во вторник по размещению бюджетных средств на депозиты банков) и предложение премии к вторичному рынку дают основания для предъявления спроса на весь объем (RUB30 млрд.). В информационном сообщении Минфин

Ставка overnight (максимум, bid)

Последнее значение: 2.





вновь напомнил о возможности удовлетворения заявок в превышение заявленного объема размещения.

Продажи в среднем/длинном конце кривой ОФЗ на объявлении параметров аукциона ОФЗ 25077

В сегменте ОФЗ объявление ориентиров по сегодняшнему аукциону **ОФЗ 25077** имело следствием продажи в средней / длинной дюрации. Короткий сегмент ОФЗ остается весьма сильным: **ОФЗ 25078** +14 бп по цене (YTM 6.33%), **ОФЗ 25072** +9 бп (YTM 6.31%), **ОФЗ 25073** +7 бп (YTM 5.79%).

В корпоративном сегменте по итогам дня также можно констатировать покупки – отмечаем бумаги металлургов: **Сибметинвест-2** (+16 бп, YTP 8.98%), **Северсталь БО-1** (+10 бп, YTP 5.71%), **ММК БО-2** (+10 бп, YTP 6.05%).

ММК (ВаЗ/WR/BB) планирует выпустить RUB50 млрд. бондов; негативной реакции торгуемых выпусков не ждем

Вчера совет директоров ММК утвердил решение о выпуске 10 серий биржевых облигаций (**ММК БО-6..15**) на RUB50 млрд. вдобавок к еще одному зарегистрированному, но не выпущенному – на RUB5 млрд. Сейчас у ММК в обращении находится 4 выпуска на общую сумму RUB28 млрд.

Торгуемые бумаги предлагают очень небольшие премии относительно облигаций первого эшелона, в то время как полноценно сами ими не являются. В связи с этим выгоды ММК от размещения этих бумаг были бы вполне очевидны, даже при отсутствии острой необходимости в новом долге. Вполне вероятно, что за счет этих выпусков будут рефинансироваться краткосрочные долги компании, хотя размещение всех RUB50 млрд., на наш взгляд, маловероятно. Мы не ожидаем негативной реакции уже торгуемых выпусков на новое предложение, так как на рублевом рынке спреда слишком узки.

Русал (NR) открывает книгу заявок

Сегодня крупнейшая в мире алюминиевая компания – Русал – открыла книгу заявок на первый за последние 2 с лишним года выпуск облигаций. **Русал Братск-7** будет выпущен объемом RUB15 млрд. на 7 лет, ориентир по ставке 9.00-9.50% (YTM 9.20-9.73%). По выпуску будет предложена 3-летняя оферта.

В текущих условиях указанные ориентиры означают, что премия к выпуску **ТМК БО-1** и кривой Мечела-Евраза даже при размещении по нижней границе составит 90 бп. Мы считаем, что это довольно щедрая премия даже за высокую долговую нагрузку, которая есть у компании на данный момент. С операционной точки зрения Русал смотрится довольно крепко (рентабельность по EBITDA в среднем 24%). Вероятно, такая премия предоставлена инвесторам за ожидания дополнительных крупных привлечений как на рублевом, так и на евробондовом рынках.

Уралкалий (NR) 21 февраля начнет размещение рублевых облигаций внушительного объема; ожидаем лишь небольшой премии к кривой ЕвроХима (NR/BB/BB)

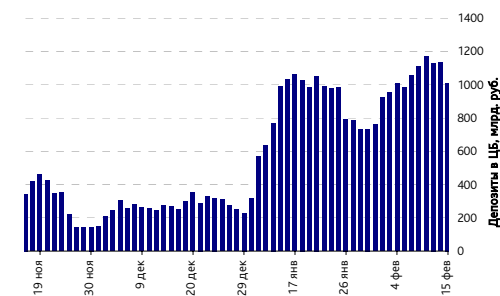
Компания планирует найти спрос на дебютные рублевые облигации объемом RUB50 млрд. со сроком погашения 3 года. Денежные средства привлекаются для финансирования первого этапа сделки по слиянию с Сильвинитом. Согласно плану сделки Уралкалий выкупит 20% акций Сильвинита за USD1.4 млрд.

Уралкалий после объединения с Сильвинитом станет практически монополистом на российском рынке калийных удобрений, причем подобное положение вещей сохранится еще как минимум 3-4 года. ЕвроХим начнет производство калия на Гремячинском месторождении не ранее 2013 года, а Акрон только сейчас ищет соинвестора для разработки Талицкого участка Верхнекамского месторождения (первые поставки планируется начать только к 2018 г.). Долговая же нагрузка объединенной компании, по нашим оценкам, не должна будет превысить 2.0х.

Несколько негативное влияние на доходность размещаемого выпуска могут оказать только его большой объем, а также отсутствие у эмитента рейтингов от международных агентств. Однако мы считаем, что Уралкалий сможет привлечь средства с минимальной премией к кривой ЕвроХима или даже вовсе без нее.

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru ☎ 789-35-94
Роман Дзугаев, roman.dzugaev@trust.ru ☎ 647-23-64
Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru ☎ 786-23-48
Дмитрий Турмышев, dmitry.turmyshev@trust.ru ☎ 647-25-89

Депозиты в ЦБ РФ





МАКРОЭКОНОМИКА

Промпроизводство в январе: вторая волна посткризисного восстановления

Вчера ФСГС опубликовала отчет о промышленном производстве в январе 2011 г. По сравнению с декабрем 2010 г. выпуск продукции упал на 10.9%. В годовом выражении темпы роста промпроизводства в январе 2011 г. ускорились до 6.7% г/г против 6.3% г/г в декабре 2010 г.

ДИАГРАММА. ДИНАМИКА ПРОМПРОИЗВОДСТВА, 2010-2011 ГГ., %

	Янв. 11	Дек.10	Янв. 10
Объем промышленного производства			
К предыдущему периоду	89.1	104.3	88.8
К аналогичному периоду прошлого года	106.7	106.3	110.2
Добыча полезных ископаемых			
К предыдущему периоду	98.6	102.7	97.6
К аналогичному периоду прошлого года	103.5	102.5	106.9
Обрабатывающее производство			
К предыдущему периоду	81.7	102.8	78.9
К аналогичному периоду прошлого года	113.5	109.7	113.3
Производство и распределение электроэнергии, газа и воды			
К предыдущему периоду	99.6	119.8	104.3
К аналогичному периоду прошлого года	96.6	101.2	109.8

Источник: ФСГС

КОММЕНТАРИЙ

Набравший обороты рост выпуска в январе 2011 г. стал приятной неожиданностью и превысил не только наши оценки (5.5% г/г), но и консенсус-прогнозы ведущих информационных агентств (5.5-6%). Достижение показателем с очищенной сезонностью 0.4% против 0.6% месяцем ранее и 0.2% в ноябре 2010 г. свидетельствует о постепенном выходе на устойчивую траекторию посткризисного восстановления.

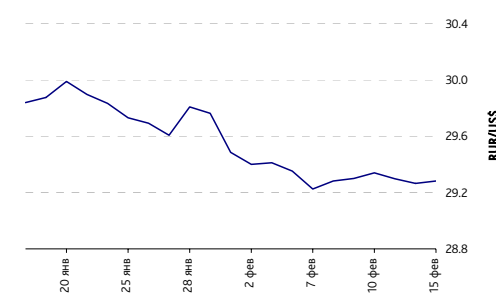
Обрабатывающая отрасль, которая традиционно играет определяющую роль в формировании показателя и на протяжении всего прошлого года служила катализатором промышленного роста, по сей день остается главной движущей силой увеличения выпуска. Причем в январе годовые темпы роста сферы обработки (13.5% г/г) ускорились не только к предыдущему месяцу (9.7% г/г), но и в сравнении с аналогичным периодом 2010 г. (13.3% г/г). Неплохие результаты продемонстрировал сопутствующий подъему обрабатывающих производств сектор добычи - 3.5% г/г против 2.5% г/г месяцем ранее. В то время как спад в энергетике на 3.5% г/г объясняется сравнением с всплеском в январе 2010 г. - 9.8% г/г, когда повышенное энергопотребление было вызвано аномально низкими зимними температурами.

Несмотря на стабилизацию годовых темпов роста выпуска в последние полгода на уровне 6-7%, восстановление происходит крайне неравномерно. Локомотивами роста остаются скачкообразный по своей природе всплеск выпуска машин и оборудования (различные электродвигатели, металлорежущие станки, газовые турбины и оборудование для фильтрации - 26.0-65.9% г/г), а также динамичное восстановление с низкой базы 2009 г. производства транспортных средств не без участия масштабных госинвестиций (продолжения программы утилизации автохлама на RUB13 млрд.), однако не только в автомобилестроении (легковые автомобили в 2.3х, грузовые - в 2.8х, автобусы в 5х, электровозы на 50% г/г). Химическая и пищевая отрасли пока демонстрируют смешанную динамику.

Между тем надежную поддержку производству оказывают более стабильные, но уступающие по темпам роста указанным выше секторам, экспортноориентированные отрасли - нефтепереработка, черная и цветная металлургия. Вопреки нашим пессимистичным ожиданиям, не менее высокими, чем прежде, темпами в январе 2011 г. росло производство чугуна (+2.8% г/г), проката черных металлов (+12.2%), стальных труб (+30.5%), а также сопутствующих ресурсов - добычи угля (+2.9% г/г), железной руды (+8.4%) и кокса (+1.8%). Стабилизация темпов роста может служить поводом для оптимизма, однако в целом постепенный выход на докризисные объемы в 2011 г. сулит уже более скромные темпы роста металлургии.

Наиболее приятным сюрпризом служит ускорение темпов роста производства подавляющего большинства стройматериалов на протяжении 8 месяцев подряд

Курс рубль/доллар





(известии, строительного раствора, кирпичей, железобетонных конструкций и оконных и дверных блоков – на 25-57.7% г/г в январе), которое в свете оживления сектора недвижимости, общего подъема инвестиционной активности, а также масштабных госзаказов может стать устойчивой тенденцией.

Подводя итоги, в 2011 г. при сохранении положительной динамики промышленного выпуска мы все же ожидаем более скромных, чем годом ранее, темпов роста. Основным сдерживающим фактором будет рост инфляционных ожиданий и трансляция повышения тарифов, цен на энергоресурсы и транспортных издержек в удорожание производства. Напомним, что динамичное восстановление 2010 г. было вызвано в основном эффектом отложенного спроса и сравнением с провальными показателями кризисного 2009 г., но к 2011 г. эти факторы уже выдохлись. При сравнении с более высокой базой 2010 г. и без масштабных инвестиций, которые затруднены перспективой удорожания финансирования и необходимостью сокращения дефицита бюджета, ожидать столь же интенсивного, как в 2010 г., посткризисного роста в нынешнем году уже не стоит.

В 2011 г. мы прогнозируем замедление промпроизводства до 4.7% против 8.2% годом ранее. Более оптимистичный в сравнении с официальным (4.1%) прогноз обусловлен ожиданиями крупных инвестиций в масштабные строительные проекты (Олимпиада-2014, саммит АТЭС, ЧМФ-2018) при высокой вероятности пересмотра бюджетных расходов этого года «сверх плана».

Мы полагаем, что положительная динамика промышленности вкупе с нарастанием инфляционных рисков может убедить ЦБ в необходимости дальнейшего ужесточения денежно-кредитной политики. Мы сохраняем наше видение по ставкам, согласно которому потенциал подъема всех процентных ставок до конца 1П 2011 г. составит 75-100 бп с шагом по 25 бп в месяц. С учетом перспективы укрепления рубля и связанных с этим рисков притока спекулятивного капитала, мы считаем в ближайшее время возможным дальнейшее применение поэтапного повышения нормативов обязательного резервирования (подробнее см. [специальный обзор от 31.01.11](#))

Мария Помельникова, maria.pomelnikova@trust.ru
☎ 789-35-94



ЭМИТЕНТЫ: СОБЫТИЯ И КОММЕНТАРИИ

МЕТАЛЛУРГИЯ

S&P: глобально горнодобывающий сектор обошел в восстановлении металлургический, однако российские метхолдинги выиграют от вертикальной интеграции

Вчера рейтинговое агентство S&P провело очередную встречу, посвященную металлургическому и горнодобывающему секторам. Основные тезисы вкратце таковы:

- *Рейтинги глобальных игроков горной добычи восстанавливались в 2010 году значительно быстрее, чем в металлургии, в среднем вернувшись на докризисный уровень (по количеству положительных и отрицательных действий S&P в отношении компании).*
- *Причина этого в том, что добыча базовых металлов и сырьевых товаров в последние 10 лет была более рентабельна за счет изменения баланса спроса и предложения.*
- *Российские металлурги будут продолжать ощущать поддержку за счет высокой степени высокой интеграции; это дает перспективы для рейтингов уровня single-B и низших ступеней double-B в зависимости от улучшения ситуации с ликвидностью и долговой нагрузкой.*
- *Горнодобывающие компании России и СНГ будут поддержаны рыночной конъюнктурой в той же мере, что и глобальные игроки; рейтинговые действия будут в основном предприниматься в каждом конкретном случае в зависимости от финансовой политики.*

Кроме того, вчера рейтинг Норникеля был сохранен в списке Credit Watch Negative (рейтинг «BBB-») на фоне объявленной недавно новой оферты Русала (см. Навигатор долгового рынка от 14.02.2011). Fitch также вчера поставило рейтинг Норникеля на пересмотр. Оба агентства будут ждать ответа на новую оферту, а также видов ее финансирования.

КОММЕНТАРИЙ

Соглашаясь в целом с выводами рейтингового агентства, мы бы хотели отметить, что российским металлургам традиционно удается довольно успешно капитализировать свою вертикальную интеграцию. Так, если по данным S&P, средняя рентабельность по EBITDA глобальных горнодобытчиков составляла 40% в 1П 2010, а металлургов – 10%, то для российских игроков она была в середине данного диапазоне, даже ближе к ее верхней границе.

Мы отмечаем недооцененность Евраз, имеющего рейтинг «В». На наш взгляд, уже сам факт рефинансирования всех крупных долгов с погашением в 2011-2012 гг. заслуживает повышения оценки ликвидности компании. Кроме того, финансовая гибкость Евраз, вполне вероятно, позволит ему начать погашать свой внушительный объем долга уже в текущем году, даже несмотря на некоторое увеличение капвложений.

Действия рейтинговых агентств по Норникелю вряд ли вызывают удивление: они, скорее, лишь подтверждают ожидания ухудшения позиции ликвидности и роста долговой нагрузки в случае принятия Русалом оферты. Возможно, агентства, как и мы, считают, что вероятность принятия нынешнего предложения довольно высока.

В данный момент интересные торговые идеи на рынке облигаций в металлургическом и горнодобывающем секторах – свежие евробондовые выпуски ТМК и Метинвеста с погашением в 2018 году, а также рублевые бумаги Евраз.

Сергей Гончаров, sergey.goncharov@trust.ru
☎ 786-23-48



Последние размещения

Выпуск	Объем, млн.	Купон,%	Лет до погашения/ оферта	УТМ / УТР, %
Трансмашхолдинг-16о	3000	6.5	3	6.61
Промсвязьбанк-36о	5000	8.6	3	8.79
Альянс НК-16о	5000	9.25	3	9.46
Альфа-Банк-1	5000	8.25	5 / 3	NA / 8.42
Камаз-26о	3000	8.6	3	8.79
Газпром нефть-8	10000	8.5	5	8.5
Газпром нефть-9	10000	8.5	10 / 5	NA / 8.68
Газпром нефть-10	10000	8.9	10 / 7	NA / 9.10
АИЖК-17	8000	9.05	11 / 3	9.36
ЛОКО-Банк-16о	2500	8.5	3 / 1	NA / 8.67

Налоговые выплаты

Дата	Налог
21 февраля	НДС
25 февраля	НДПИ и акцизы
28 февраля	Налог на прибыль

Ближайшие выпуски

Ориентир. Дата	Выпуск	Объем, млн.	Купон	Лет до погашения/ оферта
16 фев 11	РейлТрансАвто-2	1500	TBD	5
21 фев 11	Оборонпром-1	21091	TBD	9
22 фев 11	Мечел-15	5000	TBD	10

Ближайшие оферты

Дата	Выпуск	Объем, RUB млн.	Текущий купон	Новый купон	След. оферта/ Погашение
16 фев 11	ПЭС	63	9	9	8 авг 11
18 фев 11	Глобэкс-16о	5 000	9.25	8.3	16 фев 13
24 фев 11	Белон-2	2 000	17	17	20 май 11
24 фев 11	ПетроКоммерц Банк-7	3 000	14.9		
24 фев 11	Синергия-3	2 500	10	8	18 авг 14
24 фев 11	СУ-155-3	3 000	15.5	12.7	15 фев 12
28 фев 11	ТГК6 Инвест	2 000	10.5	7.5	21 фев 12
1 мар 11	Макромир Финанс-1	1 000	7.75		
3 мар 11	Рыбинскабель	1 000	0.01		
7 мар 11	МБРР-4	5 000	9.4		
7 мар 11	ТатФондБанк-6	2 000	11.2	8.75	
10 мар 11	ТехноНИКОЛЬ-2	3 000	7		
11 мар 11	ВолгаТелеком-4	3 000	12	6.65	3 сен 13
15 мар 11	Восточный Экспресс-16о	1 000	12.5		
16 мар 11	ДГК	5 000	10.5		

Источники: ТРАСТ, официальная информация компаний и организаторов



КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ГЛАВА ИНВЕСТИЦИОННОГО БЛОКА

Игорь Потапов

+7 (495) 647-90-44

ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Леонид Игнатьев +7 (495) 647-23-60

Департамент макроэкономики и стратегии

Роман Дзугаев +7 (495) 647-23-64
Мария Помельникова +7 (495) 789-35-94
Алексей Тодоров +7 (495) 647-23-62

Департамент кредитного анализа

Сергей Гончаров +7 (495) 786-23-48
Юлия Сафарбакова +7 (495) 647-23-59
Дмитрий Турмышев +7 (495) 647-28-89

Выпускающая группа

Татьяна Андриевская
Николай Порохов
research.debtmarkets@trust.ru

ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58
Кирилл Коваленко +7 (495) 647-25-97

Клиентские продажи

Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39
Олеся Курбатова +7 (495) 647-25-90
Артем Петросьян +7 (495) 647-25-67
Яна Шнайдер +7 (495) 647-25-74

sales@trust.ru

Департамент количественного анализа и информационного развития

Светлана Федоровых +7 (495) 786-23-46

REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)
TRUSTBND/RF30 Russia 30

BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации
TIBM12. Суверенный долг и ОВВЗ
TIBM13. Корпоративный внешний долг
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок
TIBM2. Навигатор долгового рынка
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагает полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правиле 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимся частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.